

# 貨幣供給内生化の先行的研究

Previous Studies on the Endogeneization of Money Supply

渡 辺 良 夫

Yoshio Watanabe

## I. はじめに

1959年、イギリス大蔵省は、ラドクリフ卿を委員長とする「金融制度の作用に関する委員会報告」（以下では「ラドフリフ報告」と略記）を公表した。このラドフリフ報告は、当時のイギリスの貨幣・金融制度を全般にわたって検討し、貨幣供給の内生性に関するきわめて興味深い見解を提示している。ラドクリフ報告においては、総需要に影響する主要な要因が一般流動性であって、貨幣供給ではない。われわれは、外生的な貨幣供給のメカニズムに代わって、同報告の中に貨幣供給を生内化する重要な見方が含まれていることに注目するものである。こうしたラドクリフ報告の見方は、トービンの「新見解」に受け継がれていく。トービンは、新古典派総合ケインジアン立場からラドクリフ報告を理論化するとともに、機械的な信用創造理論や貨幣乗数理論に見られる伝統的な見解を批判する形で、比較的早い時期から貨幣供給の内生性を主張してきたことで知られている。さらに、ラドクリフ報告やトービンによる貨幣供給の内生化とは独立的に、1960年代半ばからデヴィッドソンは、ケインズの「金融動機」概念をいっそう精緻化し、企業の投資資金調達に伴う追加的な貨幣需要と銀行貨幣の供給との相互作用に注目することによって、流動性選好説と両立しうる内生的貨幣供給の展開を試みてきた。

## II. ラドクリフ報告

ラドフリフ報告は、当時のイギリス経済が抱えていた「不十分な長期投資のために生じた低成長、輸出のパフォーマンスが競争者と比較して貧弱であったこと、さらにときおり過剰な需要圧力を生じる循環的な不安定性<sup>1)</sup>」に対し、いかなる金融政策でもって対処すべきかを多角的に論じたものである。同報告はイギリスの貨幣・金融制度全般にかかわる膨大な内容からなる

---

1) カルドア [10] 訳書 p.63.

ものであるが、ここで取り上げる論点は貨幣供給に関連する部分に限定せざるをえない。

まずラドクリフ報告は、金融政策の操作対象として重視すべきものが貨幣供給ではなく、経済全体の流動性状態でなければならないと強調して、次のように述べている。長文にわたるが、同報告の中心的命題と思われる内容を含んでいるので、原文のまま引用することにする。

われわれは貨幣供給を重要なものとはみなさないが、それを経済におけるいっそう広い流動性構造の一部とみる。支出決意に関するものは全体的な流動性状態であり、われわれが貨幣供給に関心を抱くのは全体の流動性構造の中に占めるその重要性によってである。その流動性が最大であることから、現金や預金は、支出を決意する場合の最も有効なきっかけになるということはいえるであろうが、支出決意は……現金あるいは預金を持っているかどうかにのみ依存するものではない。……貨幣調達の難易は、一方において支出者の資産構成と借入能力に依存し、他方では資金を融通する金融機関その他割引商社の融資方法、主観および資金量にも依存する。財・サービスに対する支出決意——総需要水準を決定する決意——は、支出者の流動性によって左右される。……支出決意は広い意味での流動性に依存し、貨幣への即時的な接近に依存するものではなく、……所得の受け取りによるにしろ、資本資産の処分によるにしろ、あるいは借入によるにしろ、人びとが獲得しうると考える貨幣量に関係するのである<sup>2)</sup>。

第1図は、ラドクリフ報告に登場する基本的な諸概念とそれらの間の関連を単純化して示したフローチャートである<sup>3)</sup>。これ以降、この図にそくして考察を進めることにしよう。上記の引用文から窺われるように、ラドクリフ報告の強調する一般流動性とは、潜在的支出者が保有する貨幣ストックによって基礎付けられる即時的購買力と、貨幣調達の難易あるいは人びとが獲得しうると考える貨幣量を意味する潜在的購買力という2つの要素からなる<sup>4)</sup>。前者は「即時的に移転可能な購買力<sup>5)</sup>」と呼ばれ、潜在的支出者が保有する貨幣ストックに対応する。後者は直接的に財・サービスを購入する能力ではなく、資産売却や借入によって即時的購買力へ転化しう能力であり、それは借り手の借入能力と担保力と貸し手の信用のアブベイラビリティを意味する。

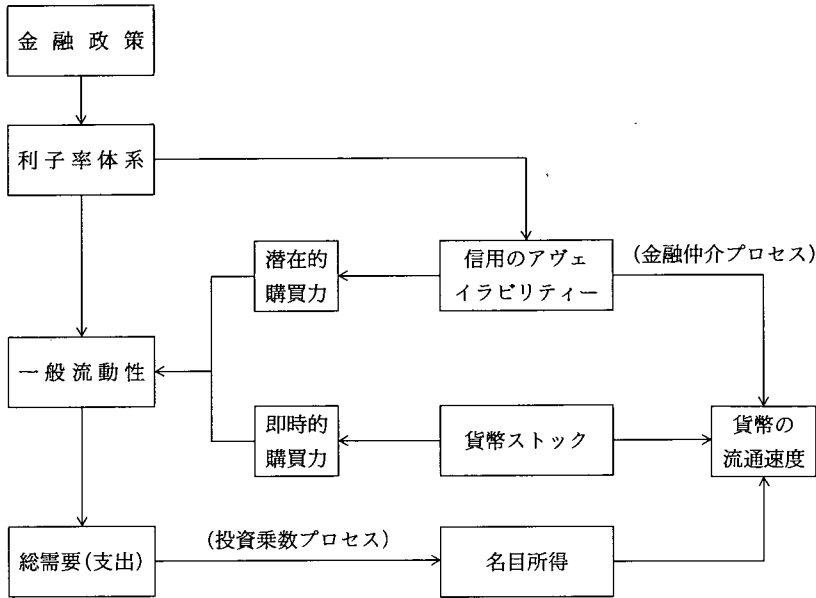
2) ラドクリフ委員会 [18] para. 389.

3) 矢尾 [26] p. 346 に掲載された図を参考に修正を加え、金融仲介プロセス、投資乗数プロセスおよび貨幣の流通速度との関連を導入して作成した。

4) ラドクリフ報告の主要な内容についての理解は、矢尾 [26] pp. 340-84 に負うところが大きい。

5) ラドクリフ委員会 [18] para. 388.

第1図



貨幣が即時的購買力をもつものに対して、貨幣以外の諸資産は潜在的購買力の貯蔵所であるけれども、資産の転売市場が発達した経済において、それらはわずかな時間と取引コストを負担すれば即時的購買力に転換することができる。こうした即時的購買力を体化した資産は、ヒックスの「完全流動資産」(fully liquid assets)に対応する<sup>6)</sup>。貨幣以外の金融資産の流動性は貨幣に比べて劣ってはいるものの、たんに程度の異なった流動性を体化しているのであって、流動性の貯蔵所として質の差はない。こうした相対的な流動性を体化した金融資産は、ヒックスによって流動資産(liquid assets)と呼ばれる。流動資産は、よく組織され秩序だった現物市場で取引される金融資産である。よく組織された市場とは、さほどコストをかけずに買い手と売り手を突き合わせることができる市場のことである。秩序だった市場とは、市場の需要あるいは供給サイドのいずれかに相場を崩壊させかねない急激な変化が生じるさい、残りの買い手あるいは売り手として行動するマーケット・メーカーが存在することを必要とする。したがってわれわれは、資産保有者の資本価値の不確実性や所得不確実性に関する評価を与えられたものと仮定すれば、現金から決済性預金・準貨幣・短期金融資産・・・・・長期金融資産・株式まであたかもパイプ・オルガンの筒のように、流動性の高い資産から低い資産へ順序良く並んだ連続的な資産構造を考えることができる。このような理解が正しいものとするれば、ラドクリフ報

6) ヒックス〔8〕訳書 pp.50-1.

告がいわんとした一般流動性とは「流動性のスペクトラム」であり、そこでは貨幣とそれ以外の金融資産との間には本質的な相違は存在しない。なぜならば、「イギリスのように高度に発達した金融制度のもとでは、実際の支払期日が到来したときには現金に比べて劣るが、保有資産としては貨幣の代替物となるような、流動性の高い資産が数多く存在するからである<sup>7)</sup>」。したがって、貨幣をどう定義しようと、貨幣的变化が総需要に影響する効果は、流動資産市場全体に及ぼす効果、すなわち資産価格体系ないし利子率体系に与える効果に依存することになる。これは第1図のフローチャートでは右側から最下段にかけての矢印で示される。

また、ラドクリフ報告は、利子率変化が借り手の資金調達コストへの影響をつうじて与える利子率刺激効果(interest incentive effect)をあまり重視せず、むしろあらゆる金融機関、企業および家計の流動性状態に影響を及ぼす「一般流動性効果」(general liquidity effect)を強調している<sup>8)</sup>。すなわち、「貨幣当局がいつそう強力な影響を与えることのできる……特別な経路は、借り手の資金のアヴェイラビリティに対する影響である。……資金のアヴェイラビリティは、建設、在庫蓄積あるいはその他不規則な支出項目の資金調達にとって、明らかに重要である。しばしば貨幣供給が至上の重要性をもっていると論ぜられる結果、総需要圧力に対する資金のアヴェイラビリティのこのような関係は背後におしやられてしまう<sup>9)</sup>」。この資金ないし信用のアヴェイラビリティは、借り手のポートフォリオの規模と構成およびその借入能力のみならず、それと同時に貸し手である金融仲介機関のポートフォリオの規模と構成およびその貸出能力にも依存する。ラドクリフ報告は、利子率の変化が金融仲介機関の貸出態度に影響することをつうじて、信用のアヴェイラビリティに与える効果を重視する<sup>10)</sup>。第1図に示されるように、信用のアヴェイラビリティは、支出者の潜在的購買力へのインパクトをつうじて一般流動性状態に影響を及ぼすことによって、間接的に総需要に対して影響を与えるのである。また、信用のアヴェイラビリティは金融仲介プロセスがどの程度重層化されているかとも関係する。金融の重層化が高まれば、ある金融機関が他の金融機関の債務を基礎として信用を創造することができる。こうした重層化された金融仲介プロセスは、ある金融資産がより流動性の高い資産へと変換され、究極的に貨幣が供給されるという信用のピラミッドを形成している。商業銀行を含むさまざまな金融仲介機関は、事実上「単一の金融市場において競争している<sup>11)</sup>」と考えられる。したがって、一般流動性をコントロールするさい、貨

7) ラドクリフ委員会〔18〕 para.392.

8) ラドクリフ委員会〔18〕 para.385.

9) ラドクリフ委員会〔18〕 para.387.

10) ラドクリフ委員会〔18〕 para.487.

11) ラドクリフ委員会〔18〕 para.981.

幣を供給する商業銀行だけを対象にするのは適切ではなく、貨幣代替物を供給するその他の金融仲介機関も規制の対象に含められなければならないことになる。

さらに、ラドクリフ報告で注目されるのは、貨幣の流通速度の位置付けに関する点である。総需要したがって支出に影響を与える主要な要因が流動性状態であって貨幣供給ではないとする理由として、貨幣供給と国民所得を関連付ける貨幣の流通速度が、「われわれは流通速度に何らかの限定が与えられると想像する理由も見い出せないし、また貨幣史上そのようなことを指示している経験をも見いだすことができないからである。それは統計的概念であって、総需要水準に影響を及ぼす動機についてわれわれに教えるものは何もない<sup>12)</sup>」と指摘している。こうした貨幣の流通速度に対する否定的な態度は、ケインズの見方とも相通ずるものがある。すなわちケインズによれば、「有効需要量と貨幣量との間の比率は、しばしば『貨幣の所得〔流通〕速度』と呼ばれているが、……それ自身なにも説明しない名称にすぎない。それが不変であると期待する理由はまったくない。なぜなら、それは……多くの複雑な可変的な要因に依存しているからである。私の考えでは、この言葉の使用は因果関係の真の性格を曖昧にし、混乱をもたらしたただけであった<sup>13)</sup>」。

ラドクリフ報告においては、総需要に影響する主要な要因が一般流動性であって貨幣供給ではない。最初に貨幣供給が外生的に変化し、次いで総需要と貨幣所得の変化をつうじて貨幣需要が貨幣供給に対して適応するとはみなさない。ラドクリフ報告が想定するメカニズムは、第1図に表されるように、これと基本的に逆の方向に作用するものと考えられる。そのメカニズムとは、まず利子率の変化が流動性状態と貨幣需要を変化させ、次いで総需要と貨幣所得の変化が貨幣供給量の受動的な変化を引き起こすことによって、貨幣供給が貨幣需要に対して適応するというものである。貨幣の流通速度が経済変動を考える上で重要な変数ではないのも、けだし当然であろう。

たしかに一般流動性の概念には不明確さがともなうものの<sup>14)</sup>、われわれはラドクリフ報告の見解が当時のもっとも急進的なケインジアン金融政策論であり、流通速度の受動的性質と貨幣供給の内生性を解明した初期の重要な試みであったと評価することができるであろう<sup>15)</sup>。そして、こうしたラドクリフ報告の基本的な視角は、トービンの「新見解」に受け継がれていく。

12) ラドクリフ委員会 [18] para.391.

13) ケインズ [12] 訳書 p.299.

14) 矢尾 [26] pp.345-49, 原 [7] pp.136-38.

15) ラドクリフ報告を内生的貨幣供給の先行的研究として重視しているのは、カルドア [9]・[10]、ルシアス [20] pp.67-7, レイ [25] pp.131-34, 原 [7] p.131 である。

### III. トービンの「新見解」

1960年代に入り、貨幣は交換手段機能を果たす点で他の金融資産と本質的に異なっており、したがってそれらの供給主体である商業銀行とその他の金融仲介機関が質的に異なるとする伝統的な「旧見解」(old view)に対し、トービンは自らの貨幣観および銀行観を「新見解」(new view)と呼び、次のような特徴をあげている<sup>16)</sup>。すなわち、

- (1) これまでの伝統的な考えとして貨幣と金融資産の違い、したがって供給主体である商業銀行と他の金融仲介機関が明確に区別されてきた。しかし、両者の相違は次第に曖昧になっており、金融仲介という機能面では同質化が進んでいる。両者の相違は程度の差と見るべきであって、質の違いではない。
- (2) 貨幣供給量は金融資産の一部分を構成するにすぎず、価値貯蔵手段としての貨幣と金融資産および実物資産の間には高い代替性が存在する。それゆえ、貨幣供給量に注目するだけでは不十分であり、すべての資産の相対的な需要・供給からなるスペクトラムに焦点を当てることが必要である。というのも、貨幣的变化はすべての資産市場の需給の均衡によって決まる均衡資産収益率の体系をつうじて経済に影響を及ぼすからである。
- (3) したがって、貨幣数量や流通速度よりもむしろ、利子率構造、資産の利回りおよび信用のアヴェイラビリティが金融政策と実体経済の間のリンケージとみなされる。とくに、資本収益率は投資の決定要因であり、金融政策の主要な指標である。貨幣数量や国債利子率は不完全な指標でしかない。

これら3つの特徴は、議論の細部の違いを無視すれば、ラドクリフ報告の考えと基本的に同じであるといえよう。特徴の(2)および(3)は直接的にはトービンの資産市場の一般均衡理論に関するものであり<sup>17)</sup>、ここでは立ち入らないことにする。以下では主として、「新見解」の特徴(1)に関心を集めることにしよう。

伝統的な見解においては、商業銀行が貸付資金の創造者であり、銀行以外の金融機関は貸付資金の仲介者にすぎないと考えられてきた。近年、商業銀行と他の金融機関との機能面での類似性が顕著になっていることも、事実である。早くも1960年代初めに、トービンはこうした商業銀行と他の金融機関との同質化傾向に注目して、次のように指摘した。第1に新見解によれば、「商業銀行を含む金融仲介機関の本質的な機能は、個人や企業といった2つのタイプのポートフォリオ選好を同時に充たすことにある<sup>18)</sup>」。一般に、貯蓄超過主体と投資超過主体のポート

16) トービン [21]。

17) トービンの貨幣・債券・資本の3資産ポートフォリオ均衡モデルについては、トービン [22] を参照。

18) トービン [21] p.274。

フォリオ選好が一致しないことが多い。この場合、金融機関は投資超過主体にとって望ましい資金調達手段を取得する一方で、貯蓄超過主体にとって望ましい価値貯蔵手段を提供するという資産変換機能を発揮することによって、こうしたポートフォリオ選好のギャップを調整する機能を果たす。商業銀行は借り手からその本源的証券を取得し、貸し手に対し貨幣的な間接証券である要求払い預金を供給する。他方、銀行以外の金融仲介機関も借り手からその本源的証券を取得し、貸し手に対し非貨幣的な間接証券を供給する。発行する間接的債務の特性が異なるけれども、銀行と他の金融機関は金融仲介機能においてはきわめて類似しているのである。

第2にトーピンは、貨幣と他の金融資産の相違点と類似点について、次のように論じる。「貨幣」が交換手段として狭く定義されるならば、要求払い預金と他の金融仲介機関債務の性質は異なり、その場合には、貨幣供給量の変化が経済に与える影響に特別の関心が集められよう。しかしながら、実際には現金通貨や要求払い預金と競合するいくつかの交換手段（たとえばトラベラーズ・チェック、クレジット・カードなど）が生み出されてきたし、これから将来も代替的な交換手段が創造されるであろう。貨幣は貯蓄者のポートフォリオにおいて金融仲介機関の債務と、「完全ではないが、多かれ少なかれ密接な代替物である<sup>19)</sup>」。交換手段ではなくても、その資産価値が貨幣額で固定されている金融仲介機関債務は、資本損失のリスクを軽減する点で、多かれ少なかれ貨幣の代替物となる。多種多様な準貨幣（near moneies）が存在している事実を考慮すると、銀行の要求払い預金とその他の金融資産との間にはっきりと一線を画することができると思われない。

第3にトーピンが問題とするのは、商業銀行の信用創造と準備規制の関係である。伝統的見解によれば、銀行預金の数量は、銀行が限られた準備をもとに創造しうる負債によって決定されるのであって、資産保有者のポートフォリオ選好によるものではない。銀行の機械的な信用創造論は、準備規制がとられなければ、銀行が無限に預金を拡大する能力をもつことを意味する。しかし、トーピンによれば、商業銀行だけが信用創造という「打ち出の小槌」をもっており、他の金融仲介機関はそれをもたないということではない。銀行による信用創造力が相対的に他の金融仲介機関の信用創造力を超えており、その点で商業銀行が独特な存在なのである。とはいっても、「個別的にも集団としても、商業銀行は『無尽蔵の壺』（widow's cruse）をもっているわけではない<sup>20)</sup>」ことが強調されるのである。さらに、銀行預金と準備との間の機械的な乗数関係は、商業銀行に対する準備規制の結果もたらされるのであって、銀行業に固有な特質ではない<sup>21)</sup>。

19) トーピン [21] p.275.

20) トーピン [21] p.276.

21) かりに銀行以外の金融仲介機関も同じように準備規制を受けるものとするならば、これらの金融機関も準備の乗数倍だけ負債を創造することができるようになるであろう。

もし貨幣乗数が安定的であるならば、その場合には、銀行預金量は金融当局によって与えられるマネタリー・ベースの乗数倍として外生的に決定される。トービンはこうした貨幣乗数アプローチが誤りに導き易いものであるとして、次のように批判する<sup>22)</sup>。銀行預金とマネタリー・ベースとの乗数関係は、銀行の貸出拡張が他の金融仲介機関のそれと異なり、準備規制という制度上の事実を反映するにすぎない。「準備規制や預金金利上限規制がとられている場合、銀行の貸出・投資の限界収益は銀行システムにとって預金の限界調達コストを上回る<sup>23)</sup>」ならば、銀行にとって貨幣供給を拡大することが有利となることを意味する。逆に、限界収益が限界資金調達コストを下回る場合には、銀行貨幣の供給を増やすことは不利となる。したがって、後者のケースでは、銀行が実際に創造する預金量と貸出量は、これらの規制が存在しない場合に銀行が望む水準に比べて、より低い水準に決定されることになる。

新見解では、供給サイドの要因だけでなく、預金者のポートフォリオ選好、諸資産の間の高い代替性および他の金融仲介機関との競争圧力といった、需要サイドの要因の果たす役割が重視される。「マーシャルの缺は、他の金融産業や非金融産業の場合と同様、銀行業のアウトプットにもあてはまる<sup>24)</sup>」からである。それゆえ、トービンの新見解において、貨幣供給は貨幣当局によってコントロールされる独立変数ではなく、銀行および他の民間経済主体の行動を反映してきまる内生変数である<sup>25)</sup>。

#### IV. デヴィッドソンの金融動機分析

ケインズ体系では発達した金融システムの存在が前提とされており、「貨幣は本質的かつ独特な仕方では経済機構の中に入り込む<sup>26)</sup>」と考えられている。『一般理論』の草稿が主立った経済学者の間で回覧され多くのコメントが寄せられたとき、ケインズは批評家たちが彼の手の込んだ貨幣的分析を少しも理解していないことに気づき、単純化した理論構築を目指すようになったといわれる<sup>27)</sup>。事実ケインズは、『一般理論』の第13章において貨幣以外のすべての金融資産を債権(debts)として一括し貨幣と債権の複合体の2資産からなる単純な金融構造をもって流動性選好を論じ、銀行貨幣を主な構成要素とする貨幣供給を外生的なものとして取り扱った<sup>28)</sup>。

22) トービン [21] pp.279-81.

23) トービン [21] p.279.

24) トービン [21] p.281.

25) ピアース=ショウ [17] p.152.

26) ケインズ [12] p.xxiii, 訳書 xxvii.

27) デヴィッドソン [4] 訳書 p.147.

28) ケインズが『一般理論』において貨幣供給の外生性を想定していたことは、紛れもない事実である。それを示



ロビンソンによれば、ケインズが外生的貨幣供給を想定した理由は、セイ法則の否定と有効需要原理の確立という『一般理論』の主題を解明するためには、古典派の理論的前提である貨幣供給の外生性を容認せざるをえなかったからであるとされる<sup>29)</sup>。さらに、もうひとつの理由として貨幣が実体経済に対し長期にわたって非中立的な作用を及ぼすことを論証するためには、ケインズは貨幣の選択対象の範囲や貨幣供給の外生性・内生性が副次的な問題であって、利子率が流動性選好によって決定されることのほうを本質的な問題であると考えたのであろう。しかし、流動性選好説をめぐる一連の論争の過程で、こうした単純化された貨幣的分析の欠点が指摘されるようになった。その欠点とは、主として流動性選好説における活動貨幣需要の取り扱いと、貨幣供給主体としての商業銀行の位置付けに関連するものである。ケインズは、『一般理論』において活動貨幣需要を適切に特定化しそこなったことを進んで認め、主として投資支出のための資金調達に関連して生じる第4の貨幣保有動機、すなわち「金融動機」(finance motive)を流動性選好説に追加導入した<sup>30)</sup>。まず、金融動機概念規定から始めることにしよう。

一般に、生産過程を組織する企業は、生産期間中に必要な固定資本および経営資本を購入するためにもろもろの先物契約——貨幣賃金・雇用契約、売買契約、債務契約など——を結び、こうした契約上の債務を履行し決済しうることを保証するために一定額の活動貨幣残高を保有

---

唆する箇所を『一般理論』のページ順に拾いあげれば、「貨幣当局によって創造される貨幣量」(ケインズ[12] p.205, 訳書 p.202.),「貨幣の場合には……供給は固定している」(ケインズ[12] p.230, 訳書 p.228.),「中央銀行の行動によって決定される貨幣量」(ケインズ[12] p.247, 訳書 p.245.),そして「貨幣量の変化はすでに公開市場政策やそれに類する方策によって大部分の政府の行いいうことである」(ケインズ[12] p.267, 訳書 p.265.),と筆者の知る限り4箇所にもぼる。したがって、多くの経済学者がケインズ理論において貨幣供給は外生的であると解釈したとしても、何の不思議もないであろう。しかし、わずか6年前に刊行した『貨幣論』では銀行貨幣の内生性を主張したケインズが、『一般理論』では一転して貨幣供給の外生性を唱えるというのは、いささか唐突な感じが否めない。

この点に関連して、クレーゲルは福田川に対し次のようなコメントを寄せている。口答によるものではあるが、興味深いものと思われるので紹介しておきたい。「クレーゲルによれば、『一般理論』において貨幣数量が貨幣当局によって外生的に決定されると仮定されていることは事実であるが、それはケインズが現実の貨幣供給メカニズムを外生的であると考えていることを意味するものではけっしてない。彼の解釈によれば、貨幣供給外生性の仮定はあくまで『一般理論』に特徴的なケインズの方法から帰結する単純化以外の何物でもない」(福田川[6] p.106.)。

29) ロビンソン[19] 訳書 p.142. 美濃口はロビンソンの指摘をさらに敷衍して、貨幣供給の外生性と内生性を理論、政策および制度の3つの視点に分けて、次のように述べている。すなわち、『一般理論』において貨幣供給が制度上は内生的と理解していたにもかかわらず、ケインズが理論上・政策上あえて外生的に決定される独立変数として取り扱った理由は、「そうすることが古典派にとっては最も都合が良かったからに他ならない。古典派に都合の良い想定の下でも、なお不完全雇用均衡が論証できなければ、『一般理論』の証明は不完全であり、古典派・正統派に対する説得力を欠く結果になるであろう」(美濃口[15] pp.547-8.)。

30) ケインズ[13] および[14].

するであろう。その期間中、固定資本および経営資本に対する投資支出が一定であるならば、所与の産出量水準に対する契約決済手段としての貨幣残高も一定となる。したがって、利潤期待や流動性選好が一定であるならば、投資支出が一定水準に保たれる場合には、金融動機に基づいて保有される活動貨幣量は「一定額の回転資金<sup>31)</sup>」となるであろう。

これに対して、「もし投資決意が(たとえば)高まるならば、その場合投資に関連した付加的な資金は追加的な貨幣需要を構成するであろう<sup>32)</sup>」。すなわち、企業家の長期待や貨幣資金率が独立的に上昇し、それによって企業家が計画経済活動——固定資本や経営資本に対する計画投資——を増加させるならば、企業家はこうした付加的な計画投資をファイナンスするための追加的な貨幣需要を増加させる。企業家はある一定期間にわたって投資支出を遂行するため、投資財の生産期間中に流動性不足によって契約決済不能に陥ることがないように、追加的な貨幣残高を保有しなければならないのである。支出を賄うためには支払い能力が前提とされるから、投資支出が行われるためにはそれを賄う貨幣の創造が必要とされる。企業家は実際の投資活動に着手するのに先立って、投資計画のプランニングの時点で投資支出に必要な資金をファイナンスしなければならない。こうした投資資金調達のための金融的準備は、個別企業については手元流動性や内部留保の取り崩しにより、また新規証券発行をつうじる不活動貨幣残高からの資金の移転によっても可能であるかもしれない。しかし、回転資金に対する需要それ自体が増加する以上、これは経済の流動性選好の状態を変化させ利子率に騰貴を招くことになる。そうであるとすれば、企業部門全体としての投資支出増加を実行するための金融的準備は、将来生み出されるであろう貯蓄や実施済みの投資から解放された資金によっては賄われえないから、通常銀行からの短期借入によってファイナンスされなければならない<sup>33)</sup>。計画投資増加によって「拡張した回転資金」に対する必要は活動貨幣需要を増加させ、こうして増加した総貨幣需要が銀行の融資活動を経由して貨幣供給の増大を誘発するのである。それゆえ、計画経済活動の増加に起因する金融動機にもとづく貨幣需要は、現実の経済活動が増加してから生じる取引動機にもとづく貨幣需要とは、区別されるべき性格のものであるといえよう<sup>34)</sup>。

31) ケインズ [13] p.247.

32) ケインズ [13] p.247.

33) 次いで、企業家は短期負債を返済するために長期負債を発行することになるが、こうした短期負債から長期負債へのファンディング(借り換え)を円滑に行なうためにも、長期負債がもたらすであろう非流動性を補償する追加的な貨幣残高の保有が必要となるであろう。

34) 金融動機と取引動機の相違点について、ケインズは次のように述べている。

公衆(企業家的な投資者とは区別される)および銀行の流動性選好が不変であるならば、今期の事前的な産出量(それは必ずしも「投資」と書く必要はない。というのは、同じことは前もって計画されなくてはならないいかなる産出量についてもあてはまるからである)によって必要とされる資金量が、今期の事後的な産出量によって解放される資金量を超えるならば、利子率の上昇を生ぜしめるであろう。また必要とされる資金量の減

デヴィッドソンは、ケインズ体系における貨幣が生産・雇用契約や債務契約とともに現われることに注目し<sup>35)</sup>、活動貨幣需要と貨幣供給の相互依存性を強調することによって、比較的早い時期から金融動機分析を手掛かりとして貨幣供給の内生化を試みた<sup>36)</sup>。マネタリスト・モデルにおいては、貨幣供給の変化が名目所得の変化に先行するか遅行するかによって、両者の間の因果関係が判断される。しかし、時系列データから因果関係を解釈することは、貨幣供給が名目所得の変化に先行するのを可能にする「期待要因」の果たす役割を軽視しがちである。こうした時系列間の因果関係の分析で金融動機が考慮されるならば、その場合に考えられる因果のシーケンスの一例は、企業家の長期期待（貨幣賃金率）の独立的な変化→計画される固定（経営）資本投資の増加→回転資金拡大の必要性→金融動機にもとづく貨幣需要→活動貨幣需要の増大→銀行貸出の増大→貨幣供給の増加→投資支出の実施→名目所得の増加→貯蓄の増加……となる。したがって、貨幣供給の変化が名目所得の変化に先行するが、それは名目所得変動の原因ではない。原因としての位置につくべき要因は、貨幣供給の変化を導いた企業の投資決定と流動性選好なのである。以下では単純化された2部門閉鎖モデルを前提とし、議論の展開に必要な限りでデヴィッドソンの貨幣経済理論を取り上げることとする。

デヴィッドソンの理論においては、現実の経済世界が歴史的時間をつうじて運動し、貨幣保有の問題を考えるさい、利子率や資産価格の将来の推移にかんする不確実性はきわめて重要な役割を果たす。こうした不確実性に満ちた世界において、流動性の保持は、事前に予期し得ない出来事に対処する合理的な方法である。広義の流動性は、さまざまな資産に異なった程度で体化されている。流動性選好とは、相対的に低い流動性を体化した資産と引き替えに、高い流動性をもった資産を購入することである。さらに、取引や債務契約を決済するという意味での狭義の流動性は、短時間でコストをかけずに貨幣に転換しうる能力と定義される。流動性選好と貨幣需要はかならずしも同義ではないが、流動性を最終的に裏付ける独特な資産が貨幣にほか

---

少は、利子率の低下を引き起こすであろう。私は以前この点を看過すべきではなかったであろう。というのも、それは利子率の流動性理論の笠石(coping-stone)だからである。私はたしかに現実の経済活動の増大が貨幣需要に与える影響を考慮した。だがしかし、私は計画される経済活動の増大の効果——それは前者に付加される——を考慮しなかった。……現実経済活動の増大は、(いつも私が説明してきたように)もし銀行あるいは公衆の残りの人びとのいずれかが、すすんで現金をより多く手放すようにならないならば、利子率を上昇させるのとちょうど同じように、(私がいま付け加えたとおりに)計画経済活動の増加は同じ付加的な影響をもたらすにちがいない(ケインズ [14] p.667. 強調はケインズによる)。

35) 現実の世界では、貨幣はパティンキン流の世界の天空からのマナのように創造されるわけではないし、またフリードマンの理論構成にみられるように、ヘリコプターによって散布されるものでもない。現実の世界では、貨幣は「繰延支払いの契約である債務、および売買契約の付け値である価格表とともに現われる」(ケインズ [11] p. 3, 訳書 p. 3.) のである。

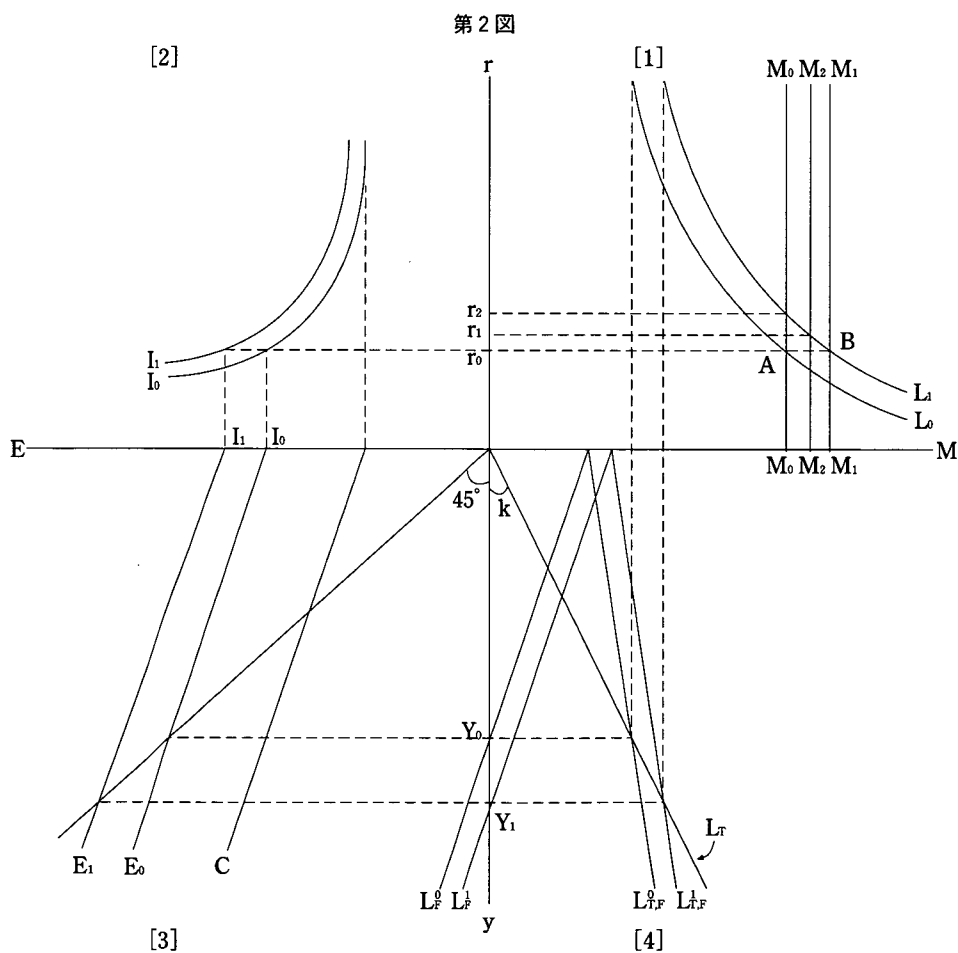
36) 金融動機にかんするデヴィッドソンの初出の論文は[1]である。これに加筆したものは、デヴィッドソン[2]第7章に収められている。また、ワイントロブとの共同論文[5]も参照されたい。

ならないので、ここでは流動性選好と貨幣需要を同等のものとして取り扱うことにしよう。

そこで、貨幣需要関数は

$$\begin{aligned} L &= L_{T,F} + L_{P,S} \\ &= L_T(Y) + L_F([E-Y]) + L_{P,S}(r) \end{aligned} \quad (1)$$

として表される。これは第2図〔1〕の総貨幣需要曲線  $L_0$  で表される。〔4〕に示されるように、産業的流通で用いられる活動貨幣に対する需要 ( $L_{T,F}$ ) は、取引動機にもとづく部分 ( $L_T$ ) と金融動機にもとづく部分 ( $L_F$ ) からなる。前者は日常の取引をスムーズに行うための貨幣需要であり、支払慣習を一定とするならば、国民所得  $Y$  のある一定割合  $k$  を決済手段として保有するであろう。すでに説明したように、後者は企業の投資資金調達のための金融的準備にかかわる貨



幣需要であり、投資の増加を期間中支障なく遂行するための貨幣保有である。

これに対して、金融的流通で用いられる不活動貨幣に対する需要 ( $L_{P,S}$ ) は、予備的動機にもとづく部分 ( $L_P$ ) と投機的動機にもとづく部分 ( $L_S$ ) の合成されたものからなる。前者は経済主体が予期しない支出に備えたり、有利な思いがけない資産購入のチャンスに備えるために保有される。後者は、利子率や資産価格の将来の動きを他の市場参加者よりも素早く適切に見通すことによって、資産価格の値下がりによるキャピタル・ロスをさけるための貨幣保有である。通常、予備的動機は取引動機とともに所得の関数として扱われるケースが多いが、予備的動機が不確実性や主観的な確信の程度に依存することは明らかである。また、資産価格の変化にかんする投機的期待と、そうした期待に対する確信の程度は、一方の動機の基礎にある要因が変化すれば、それが他方の動機の基礎にある要因を変化させるという意味で、相互に作用し合う。予備的動機と投機的動機は不可分の関係にあるので、ここでは(1)式のように両者を1つの関数で表すことにする。

金融動機は経常所得  $Y$  から独立した裁量的な計画支出  $E$  と結び付けられ、計画支出と所得の差 ( $E-Y$ ) の関数として表される。第2図に示されるように、図の〔1〕において当初の利子率が  $r_0$  に定まると、計画投資は  $I_0$  となり、単純化のため消費  $C$  を所与とすると、図の〔3〕において計画支出は  $E_0$  となる。取引動機にもとづく貨幣需要は  $L_T^0$ 、金融動機にもとづく需要は  $L_F^0$  であるから、両者を合わせた活動貨幣需要は図の〔4〕で  $L_{T,F}^0$  曲線として示される。デヴィッドソン・モデルにおいては、活動貨幣需要が投資需要関数の関数、すなわち凡関数となっていることに留意しよう。

いま、何らかの外生的な理由によって、企業家の利潤期待が好転すると仮定しよう。第2図〔2〕において、これは利子率  $r_0$  のもとで計画投資を  $I_0$  から  $I_1$  へシフトさせ、〔3〕において総需要曲線を  $E_1$  へシフトさせる。この時点で所得はまだ変化せず  $Y_0$  で一定であるが、金融動機にもとづく貨幣需要は  $L_F^1$  へシフトしており、これが活動貨幣需要曲線を  $L_{T,F}^1$  へシフトさせる。活動貨幣需要曲線のシフトは、〔1〕において総貨幣需要曲線の  $L_0$  から  $L_1$  への上方シフトをもたらす。もし貨幣供給が  $M_0$  で不変であるならば、総貨幣需要の付加的な増加は利子率を  $r_2$  へ上昇させるであろう。つまり、貨幣供給量が  $M_0$  のままであるならば、計画支出のいかなる外生的増加も貸出市場にクラウディング・アウトを生み出すことによって、利子率を  $r_2$  に騰貴させるであろう。こうした状況について、ケインズは次のように述べている。すなわち「銀行は、より低い経済活動水準からより高い水準へ移行する場合に主要な位置につく。もし銀行が緩和する〔すなわち、追加的な内生的貨幣を供給する〕ことを拒否するならば、たとえ公衆が将来所得からいかに多く節約しようと目論んだとしても、短期の貸出市場あるいは新規発行市場の逼迫が強まることは、場合によっては、事態の好転を妨げるであろう。……投資市場は現金

の不足によって逼迫しうるであろう。それはけっして貯蓄の不足によって逼迫するはずはない。これはこの分野における私の結論のもっとも基本的なものである<sup>37)</sup>。

このようにケインズは、外生的貨幣供給の仮定のもとで投資率が上昇するならば、今期の貯蓄から解放されるであろう資金を超える資金需要がやがて利子率を騰貴させて、他の経常投資をクラウド・アウトする可能性があることを、『一般理論』公刊後すぐに了解した<sup>38)</sup>。また、投資乗数効果が波及してゆくにつれて、産業的流通において支出および生産量の拡大による取引貨幣需要が増加するであろう。この場合、もし貨幣供給が不変で内生的拡張を許さないという外生的貨幣供給の仮定のもとで、投資乗数が期待どおりの効果を発揮しうするためには、利子率の上昇を引き起こさないよう、産業的流通での活動貨幣需要の増加を充足するにたる不活動貨幣が、金融的流通ないし資産保有者のポートフォリオから吸収され、産業的流通に移転されねばならない。当然のことながら、これは利子率の騰貴を誘発し、クラウド・アウトを引き起こすことになる。こうしてケインズは、商業銀行の主要な役割が企業の投資資金需要を内生的貨幣供給システムをつうじて充足することによって貨幣経済の拡大を促進することにある、と再認識するようになる。

したがって、企業家の金融動機にもとづく銀行貸出需要が増加し、商業銀行がこの貸出需要はリスクおよび担保条件を満たすものであると判断する場合には、銀行は企業への貸付を実行するであろう。複式簿記の原理により、銀行貸出の増加は銀行預金の拡大をもたらす。銀行預金が増加するにつれて、商業銀行の準備が不足する場合、中央銀行は商業銀行に対し準備を供給するであろう。このようにして、金融動機にもとづく活動貨幣需要の増大(すなわち、第2図[1]におけるABによって表される)に対応して、中央銀行を含む銀行組織が貨幣需要の増加の全額を充足するよう貨幣供給量を内生的に $M_1$ まで増加させるならば、利子率は $r_0$ で一定となるであろう。あるいは、もし何らかの政策的な理由により中央銀行が貨幣需要の増加に比べ少ない貨幣供給の増加しか行なわず、第2図において貨幣供給の増加が $M_2$ の水準にとどまる場合には、利子率は若干上昇して $r_1$ となるであろう。しかし、いずれの場合であっても、利子率は貨幣需要に影響する諸力と貨幣供給との相互作用によって決定される。

ケインズは貨幣供給の「厳密な外生性」がいかに強い仮定であるかを認識し、流動性選好説

37) ケインズ [14] pp.668-9.

38) それゆえ、内生的な貨幣供給システム存在しない場合、「大量の投資需要は市場を枯渇させ、合理的な条件にもとづく金融手段の欠如によって妨げられうる。新投資のペースを規制するのは、相当程度まで金融手段である。……銀行組織が貨幣供給をすすんで増加せず、しかも現在の保有者からの資金供給が非弾力的である場合、あまりにも多くの未完成の投資決意の圧力が、利用可能な資金をすっかり使い果たしてしまう」(ケインズ [13] p.248.) であろう。金融動機とクラウド・アウトの関連については、デヴィッドソン [4] 第8章で明快な説明がなされている。

と両立するような貨幣供給の「緩やかな内生性」を取り入れるために金融動機を導入し、それによって流動性選好説の完成度を高めようと努力していたのである。このように、貨幣供給が緩やかに内生的なシステムにおいては、利子率は「人びとが流動性をどの程度高めたいと望むか〔どの程度借り入れたいか〕という条件と、銀行部門がどの程度自らの流動性を低める〔貸出の〕用意があるかという条件の相互作用の結果として決定される<sup>39)</sup>」ことになる。

デヴィッドソンは、貨幣需要と貨幣供給の相互依存性を重視し、金融動機分析にもとづいて貨幣供給の所得創出—金融プロセスの内生化を試みた。一方、貨幣供給のポートフォリオ変更プロセスにおいては、中央銀行が貨幣供給量を外生的に調整しうる余地を残している<sup>40)</sup>。しかし、貨幣と債権が低い生産弾力性を持ち、両者が優れた代替物であるのに対し、これら金融資産と実物資産との代替弾力性が低いならば、公開市場操作によって始発された貨幣供給の外生的増加は直接に産出量や雇用量の増加を引き起こさない。

以上のように、デヴィッドソンは金融動機分析を貨幣供給プロセスに適用し、所得創出—金融プロセスにおける貨幣の内生性と、ポートフォリオ変更プロセスにおける貨幣の緩やかな外生性とを識別することによって、流動性選好説と両立可能な穏健な貨幣内生論を提唱しているといえよう。こうした流動性選好説と内生的貨幣供給理論の調和を図る穏健な見方は、構造的な内生貨幣アプローチに引き継がれて彫琢が加えられることになる。他方、所得創出—金融プロセスにおける貨幣供給の内生化を極端まで推し進めるのが、カルドアやムーアによって展開されるホリゾンタリスト・アプローチである<sup>41)</sup>。

### 参考文献

- 〔1〕 Davidson, P., “Keynes’s Finance Motive”, *Oxford Economic Papers*, March 1965, pp.46-65.
- 〔2〕 ———, *Money and the Real World*, Macmillan, 2nd ed., 1978(原正彦監訳, 金子邦彦・渡辺良夫訳『貨幣的経済理論』日本経済評論社, 1980年)。
- 〔3〕 ———, “Endogenous Money, the Production Process and Inflation Analysis”, *Economie Appliquee*, 1988, pp.151-69.
- 〔4〕 ———, *Post Keynesian Macroeconomic Theory: A Foundation for Successful Economic Policies for the Twenty-first Century*, Edward Elgar, 1994(渡辺良夫・小山庄

39) ケインズ [14] p.666.

40) 実際、金融システムが不安定な状況に陥っていないかぎり、中央銀行は能動的・積極的な公開市場操作を行うことができるであろう。

41) ポスト・ケインズ派におけるこれら2つのアプローチを比較検討したのは、渡辺 [23] および [24] である。

- 三訳『ポスト・ケインズ派のマクロ経済学——21世紀の経済政策の基礎を求めて——』多賀出版, 1997年).
- [5] ——— and Weintraub, S., “Money as Cause and Effect”, *Economic Journal*, Dec. 1973, pp.1117-32.
- [6] 福田川洋二「ケインズ貨幣供給論の検討——内生・外生問題を中心として——」『経済学論纂』(中央大学), 第24巻第6号, 1983年.
- [7] 原正彦『金融経済の理論』文雅堂銀行研修社, 1967年.
- [8] Hicks, J.R., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford University Press, 1967(江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論東洋経済新報社, 1972年).
- [9] Kaldor, N., “The New Monetarism”, *Lloyds Bank Review*, July 1970(新飯田宏訳『インフレーションと金融政策』日本経済新聞社, 1972年).
- [10] ———, *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, 1982(原正彦・高川清明訳『マネタリズム: その罪過』日本経済評論社, 1984年).
- [11] Keynes, J.M., *A Treatise on Money, Part I*, 1930, *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CWK), Vol 5, (小泉明・長沢惟恭訳『貨幣論 I: 貨幣の純粹理論』東洋経済新報社, 1979年).
- [12] ———, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936, CWK, Vol. VII, 1973(塩野谷裕一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1983年).
- [13] ———, “Alternative Theories of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, June 1937, pp.241-52.
- [14] ———, “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”, *Economic Journal*, Dec. 1937, pp.663-69.
- [15] 美濃口武雄「ケインズの貨幣供給論——内生説と外生説——」『一橋論叢』第96巻第5号, 1986年.
- [16] Moore, B.J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.
- [17] Pierce, D.G. and Shaw, D.M., *Monetary Economics: Theory, Evidence and Policy*, Butterworths, 1974.
- [18] Radcliffe Committee, “Committee on the Workings of the Monetary System: Report”, London, Her Majesty's Stationary Office, Aug. 1959, (大蔵省金融問題研究会訳「ラドクリフ委員会報告」大蔵省印刷局, 1959年).



- [19] Robinson, J., *Economic Heresies*, Basic Book Inc., 1971(宇沢弘文訳『異端の経済学』日本経済新聞社, 1973年).
- [20] Rousseas, S., *Post Keynesian Monetary Economics*, Macmillan, 1986.
- [21] Tobin, J., "Commercial Bank as Creators of Money", in Carson, D. ed., *Banking and Monetary Studies*, Irwin, New York, 1963, reprinted in his *Essays in Economics*, Vol. I : *Macroeconomics*, North-Holland, pp.272-82.
- [22] ———, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb. 1969, pp.15-29.
- [23] 渡辺良夫「ポスト・ケインズ派と貨幣」『経済と社会』第6号, 1996年, pp.39-52.
- [24] ———, 「内生的貨幣供給と流動性選好」『明大商学論叢』第79巻第3・4号, 1997年, pp.25-49.
- [25] Wray, L.R., *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Edward Elgar, 1990.
- [26] 矢尾次郎『貨幣的経済理論の基本問題』千倉書房, 1962年.